

首席周观点：2026年第13周

2026年4月2日

首席观点

周度观点



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属行业：西部矿业（601168.SH）：采选冶技改升级推动公司业绩上行，铜冶炼利润显现边际改善

事件：公司发布2025年年度报告。公司报告期内实现营业收入616.87亿元，同比增长23.31%；实现归母净利润36.43亿元，同比增长24.26%；基本每股收益+24.39%至1.53元。公司通过并购、勘探持续增厚多金属储量，技改扩建项目推动采选冶产品产量持续增长，冶炼回收率优化推动冶炼端利润边际改善，公司业绩规模及盈利能力进入稳定优化新阶段。

并购、勘探双管齐下，公司多金属储量大幅增厚。截至2025年底，公司铜、钼、金、银等多金属储量均同比实现大幅增长。其中，公司铜金属储量同比+45.2%至843.46万吨，黄金储量同比+1972.5%至259.68吨，白银储量同比+65.5%至3280.91吨。公司通过并购以及勘探增储等手段，持续提升自身资源潜力，优化公司成长稳定性。一方面，公司2025年10月23日竞得茶亭铜多金属矿勘查探矿权，获得铜矿石量达1.22亿吨，包含高品位铜65.89万吨（平均品位约0.54%），低品位铜109.55万吨，伴生金高达248吨（平均品位约0.43克/吨）。另一方面，2025年玉龙铜矿累计查明铜金属资源量新增131.42万吨，伴生钼金属资源量新增10.77万吨；鑫源矿业取得白玉县有热铅锌矿采矿许可证，该矿山设计生产规模60万吨/年，经探明铅锌矿石资源量679.2万吨，伴生银405吨、铜2.19万吨；格尔木西矿资源取得它温查汉西C5异常区铁多金属矿采矿探矿权，探明铁多金属矿资源量2007万吨，附带铜、锌、金等伴生矿

公司采选冶产品产量持续上行，铜冶炼端利润显现边际改善。矿产品方面，受益于获各琦铜矿铅锌技改项目（铅锌精矿产能由2.5万吨增至4.1万吨），以及各车间选矿回收率的持续优化，报告期内公司铅、锌等多金属产量稳定提升。其中，矿产铅/矿产锌/铁精粉/矿产钼产量分别为6.3万吨/12.88万吨/140.53万吨，同比分别变化+16.70%/+20.26%/+2.10%/+1.05%。此外，公司选用低品位铜矿石以动态调整资源和成本，矿产铜产量同比-5.63%至16.75万吨。从远期产出观察，公司玉龙铜矿三期工程预计于2026年底完成基建，矿石处理能力将由2280万吨/年升至3000万吨/年；双利二号铁矿完成露转地改扩建项目，设计年采选能力340万吨，其中铁矿石300万吨/年、铜矿石20万吨/年、铅锌矿石20万吨/年，于2026年一季度末开

启试生产，或推动公司 2026 年铁精粉产量同比+57.7%至 221.6 万吨。在冶炼端，受益于各冶炼单位多金属选矿技改项目的升级以及冶炼回收率的持续优化，报告期内公司冶炼产品产量高速增长。其中，公司冶炼铜/冶炼铅/冶炼锌产量分别为 33.42 万吨/15.41 万吨/15.21 万吨，同比分别变化+26.69%/+330.45%（24 年度因改扩建而部分停产）/+32.61%。从冶炼利润观察，公司 25H2 实现铜冶炼扭亏为盈，边际改善明显。其中，西部铜材 25 年实现净利润 212 万元，25H2 实现净利润 1176 万元，冶炼铜 25 年单吨利润为 16.2 元，25H2 单吨利润为 228.1 元；青海铜业 25 年实现净利润-1.7 亿元，25H2 实现净利润 1.11 亿元，冶炼铜 25 年单吨利润为-851.5 元，25H2 单吨利润为 1114.2 元，硫酸等副产品价格上涨（硫酸均价 25H2 较 25H1 环比上涨 35.2%至 786.3 元/吨）推动青海铜业 25H2 冶炼利润明显改善。考虑到 26 年一季度硫酸价格的持续上行（26Q1 均价 1111.5 元/吨，较 25H2+41.4%），公司铜冶炼利润有望持续改善。

公司成本控制能力增强，研发投入大幅提升。公司成本控制能力持续优化，销售期间费用率由 24 年的 4.88%降至 25 年的 4.74%（同比-0.14PCT）。其中，公司销售费用率由 0.07%降至 0.05%（同比-0.02PCT），管理费用率由 2.05%降至 1.95%（同比-0.1PCT），财务费用率由 1.53%大幅下降至 0.99%（同比-0.54PCT）。公司年内持续加大研发投入，努力实现工艺优化，提升金属及冶炼产品回收率等指标，促进降本增效，研发费用率由 1.24%升至 1.76%（同比+0.52PCT），研发费用同比+74.40%至 10.83 亿元。另一方面，受上半年冶炼板块亏损影响，公司销售毛利率由 19.90%降至 19.57%（同比-0.33PCT），销售净利率由 10.58%降至 9.97%（同比-0.61PCT）。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2026—2028 年实现营业收入分别为 685.23 亿元、718.52 亿元、754.88 亿元；归母净利润分别为 46.52 亿元、59.81 亿元和 70.09 亿元；EPS 分别为 1.95 元、2.51 元和 2.94 元，对应 PE 分别为 13.06x、10.16x 和 8.67x，维持“推荐”评级。

风险提示：金属价格下滑及矿石品位下降，矿业项目储备量风险，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响出现下滑等。

参考报告：《西部矿业（601168.SH）：采选冶技改升级推动公司业绩上行，铜冶炼利润显现边际改善》，2026-3-31



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

电子行业：江丰电子（300666.SZ）：2025 靶材与半导体精密零部件迎来放量，2026 靶材行业有望迎来景气度上行期

事件：

2026年2月27日，公司发布2025年度业绩快报，公司2025年度实现营业收入46.05亿元，较上年同期增长27.75%；归母净利润4.81亿元，同比增长20.15%。

点评：

全球晶圆及芯片产量相应提升，超高纯金属溅射靶材与半导体精密零部件迎来放量，2025年营收/利润持续增长。2025年江丰电子实现营收46.05亿元，同比增长27.75%；营业利润5.41亿元，同比增长41.13%；归母净利润4.81亿元，同比增长20.15%。2025年度，受益于人工智能、5G通信、云计算、机器人、交通运输等下游需求的持续增长，全球晶圆及芯片产量相应提升，并不断向先进制程方向发展，带动了公司超高纯金属溅射靶材的收入增长。同时，经过多年布局，公司半导体精密零部件基地已陆续投产，半导体精密零部件产品线迅速拓展，另外得益于供应链本土化进程的加速，公司第二增长曲线半导体精密零部件产品持续放量。

靶材行业有望迎来景气度上行期。2026年第一季度，电子靶材企业已普遍启动提价，其中常规靶材价格涨幅达20%，特殊小金属类靶材涨幅更是达到60%-70%。从供给端来看，全球高端靶材市场长期由JX金属（日矿）、霍尼韦尔等海外巨头主导。JX金属在2025年11月11日的业绩交流中已明确提出，因铜等材料提价已上修收入指引。据TECTCET预测，全球溅射靶材收入预计显著超过销量增长，主要驱动因素是金属成本大幅上涨，尤其是铜和钨。受地缘政治的影响，由于中国对钨、稀土、镓、锗等关键材料的出口管制加强，日本头部靶材企业存在关键原材料断供风险。从需求端来看，受益于全球晶圆及芯片产量相应提升，并不断向先进制程方向发展，带动了对于超高纯金属溅射靶材需求的增长。根据弗若斯特沙利文报告，预计至2027年，全球半导体溅射靶材市场规模将达到251.10亿元，市场空间广阔。根据目前供需关系，靶材行业有望迎来景气度上行期，公司有望受益于此轮涨价潮。

半导体精密零部件行业的下游晶圆制造商和半导体设备制造商需求旺盛。半导体精密零部件的需求主要来自两个方面，一是半导体设备制造商制造半导体设备需配备的零部件；二是晶圆制造商维护和替换过程中所需的零部件。目前，半导体精密零部件行业的下游晶圆制造商

和半导体设备制造商需求旺盛。中国大陆稳居全球半导体设备支出最大市场，并已具备全球第二大的晶圆代工产能。根据 SEMI 统计数据，2022 年至 2024 年，中国大陆半导体设备支出自 282.70 亿美元增长至 495.50 亿美元，且 2026 年仍将保持 360 亿美元的大规模支出水平；同时，2024 年中国大陆芯片制造商产能增长 15%，每月达 885 万片晶圆，并有望在 2030 年成为全球最大的晶圆代工产能地。在半导体精密零部件领域，公司凭借研发及制造方面强劲的技术优势，推动产品成功进入半导体产业链客户的核心供应链体系，广泛应用于 PVD、CVD、蚀刻机等半导体设备中，已实现多品类精密零部件产品在半导体核心工艺环节的应用，受益于下游晶圆制造商和半导体设备制造商需求旺盛，2026 年公司半导体精密零部件业务有望持续迎来放量。

公司盈利预测及投资评级：公司是国内半导体靶材龙头，半导体零部件业务持续发力，收购凯德石英控股权完善石英件布局。预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 1.92 元，2.75 元和 3.55 元，维持“推荐”评级。

风险提示：（1）下游需求放缓；（2）业务拓展不达预期；（3）贸易摩擦加剧。

参考报告：《江丰电子（300666.SZ）：2025 靶材与半导体精密零部件迎来放量，2026 靶材行业有望迎来景气度上行期》，2026-3-5



李金锦 | 东兴证券汽车行业首席分析师

S1480521030003, 18515800578, lij-jys@dxzq.net.cn

汽车行业：主动悬架进入快速发展期，国产化替代持续推进

顺应汽车智能化发展趋势，悬架系统由被动向主动悬架演进。悬架系统正沿着“被动-半主动-全主动”的路径加速演进，主动悬架核心优势在于能够根据路面状况、车辆行驶姿态实时动态调整悬架参数，显著提升车辆行驶舒适性与操控安全性，同时可适配高阶智能驾驶，进一步强化智能车型的产品差异化竞争力。在智驾算法迭代、预瞄感知技术升级、底盘域控融合的多重推动下，全主动悬架迎来技术规模化应用早期阶段，比亚迪云辇系列、蔚来天行智能底盘等全主动悬架方案已在高端车型落地。

技术方案持续升级，核心环节国产化替代持续推进。空气弹簧+减震器为主流主动悬架方案的核心环节，其中空气弹簧向双腔+闭式方案加速演进，25 年前三季度双腔空气弹簧车型销量

占比达 49.3%，较 23 年 2.3% 实现大幅提升；CDC 减震器向双阀方案升级，可实现阻尼力提升 50%。行业格局上，空气悬架市场已实现国内厂商全面反超，电控减震器领域外资仍为主导，CDC/MRC 总成目前已有国内厂商实现规模化交付，电磁阀、MPU 等减震器核心环节正逐步实现国产化突破。

空悬系统持续下沉渗透，全主动悬架有望开启规模化应用。国内市场乘用车空气悬架系统配置量由 2022 年 23.8 万套增长至 2025 年 127.2 万套，三年 CAGR 达 75% 实现跨越式增长，对应渗透率由 1.2% 提升至 5.4%，配置车型下探至 25 万价格带。根据测算，我们预计 2026 年国内市场空气悬架系统/全主动悬架系统配置量分别约 157/13 万套，到 2030 年将分别增长至 285/59 万套，CAGR 分别为 17%/45%，其中 2026/2030 国内市场空气悬架系统对应的市场规模分别为 134/207 亿元，CAGR 为 11%。下沉渗透空气悬架系统带来增长潜力，全主动悬架系统亦将在技术成熟度提升推动的降本趋势下逐步进入规模化应用阶段，配置量有望快速增长。

投资策略：主动悬架是悬架系统在汽车智能化发展趋势下的必然结果，现阶段行业已完成从被动悬架到以空气弹簧+电控减震器的半主动悬架的发展演绎，在智驾模型发展叠加高端市场需求的催化下，全主动悬架亦有望开始进入技术规模化应用的早期阶段。当前主动悬架中，空气悬架系统已从高端车型持续下沉渗透，预计未来伴随硬件成本的下降有望加速该趋势，实现配置规模总量的进一步增长，同时如电液式/电机式全悬架系统等新技术产业化进程的持续推进，有望带动相关零部件环节放量。因此我们建议关注在以下两个维度具备领先优势的企业：

- 1) 在空气悬架系统领域，头部客户覆盖全面且具备各细分环节自主生产能力的企业，有望在行业竞争烈度提升背景下维持成本端优势及超额利润；
- 2) 在全主动悬架核心零部件环节有前瞻性技术布局的企业，有望充分把握新技术产业化初期的增长红利。

综合以上维度，我们认为当前在主动悬架领域主要的受益标的包括保隆科技（603197.SH）、拓普集团（601689.SH）、中鼎股份（000887.SZ）、孔辉科技（待上市）。

风险提示：汽车行业景气度下行，主动悬架技术迭代及渗透率不及预期，行业价格竞争激烈度超预期，原材料价格大幅上升等风险。

参考报告：《汽车行业：主动悬架进入快速发展期，国产化替代持续推进》，2026-3-31

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数):
以报告日后的6个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐:相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数):
以报告日后的6个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率5%以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编:100033

电话:010-66554070

传真:010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编:200082

电话:021-25102800

传真:021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编:518038

电话:0755-83239601

传真:0755-23824526